

南极电商 (002127) 公司点评报告

多类目多品牌开拓顺利, 提升产业链效率, 长期成长性极好

买入 (维持)

2017年4月27日

盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	520.98	920.00	1400.00	2072.00
(+/-) (%)	33.85	76.59	52.17	48.00
净利润 (百万元)	301.14	509.08	782.20	1179.27
(+/-) (%)	75.27	69.05	53.65	50.76
EPS (元)	0.20	0.33	0.51	0.77
P/E	58.64	33.75	21.97	14.57

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

021-60199776

研究助理 唐思思

tangss@dwzq.com.cn

021-60199792

投资要点

- **品牌授权业务不断拓展, 占比提升改善净利润率, 公司彻底转型现代服务业, 构筑护城河, 同时应收账款、经营性现金流持续改善, 净利润率不断提升。**品牌授权收入占比高达 96.29%, 意味着南极电商已经彻底转变为一家现代服务业的公司, 也逐步构建了护城河, 可以获取一部分的超额利润。
- **南极人品牌力增强, 公司加大研发投入, 形成良性循环, 受到消费者认可, 多类目拓展顺利, 持续优化供应商、经销商队伍, 提升产业链效率, 对阿里平台依赖性降低, 发展空间广阔。**南极电商早已从单一的保暖内衣定位发展成为全品类的高性价比的日常消费品王国, 公司增加研发投入、提升员工待遇。南极人品牌实现 100% 以上 GMV 增幅的事业部达 5 个, 包括运动户外事业部、生活电器事业部、女装事业部、箱包服饰事业部、居家日用事业部; 阿里平台占比进一步降低, 单个经销商、供应商覆盖的 GMV 提升明显, 反映了南极人体系运营的高效率, 未来将不断挤压中小淘品牌、无品牌商品的空间, 获得远高于行业的增速。
- **卡帝乐品牌不断成长, 显示公司运营优势, 17 年线上销售有望爆发, 看好公司品牌矩阵策略。**卡帝乐鳄鱼品牌一级类目 10 个, 二级类目 184 个。在阿里、京东、唯品会的可统计销售金额达 3.79 亿元, 17 年卡帝乐线上业务有望爆发式增长。同时布局新经济品牌如网红 Pony、精典泰迪、母其弥雅等。看好公司品类、品牌扩张能力及长期成长性。

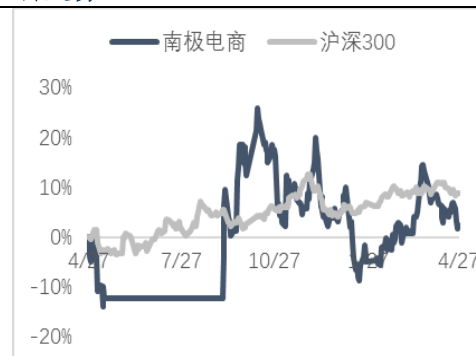
投资建议

看好公司未来多品类、多品牌、多平台的策略。暂不考虑时间互联并购, 预计 17-19 年可实现净利润 5.1 亿、7.8 亿、11.8 亿, 对应 PE 为 34 倍、22 倍、15 倍, 考虑到公司商业模式稀缺性及未来良好成长性, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新品牌运营低于预期
- 柔性供应链建设低于预期

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	11.17
一年最低价/最高价	8.73/14.08
市净率 (倍)	34
流通 A 股市值 (亿元)	109

基础数据

每股净资产 (元)	1.00
资本负债率 (%)	23.57
总股本 (百万股)	1538
流通 A 股 (百万股)	968

相关研究

2016 年 8 月 10 日

《稀缺品牌运营服务商, 乘网红经济之风, 享 IP 品牌运营红利》

目录

1. 品牌授权业务不断拓展，占比提升改善净利润率，彻底转型现代服务业，构筑护城河	4
2. 应收账款、经营性现金流持续改善	6
3. 利润率显著提升，加大研发投入提升品牌力形成良性循环	7
4. 南极人品牌消费者认可度较高，类目拓展良好，空间仍广阔	7
5. 不止于扩充类目，持续优化产业链，改善供应商经销商队伍	9
6. 对阿里平台依赖性降低，品牌力增强跨平台销售	10
7. 卡帝乐品牌成长性良好，显示公司运营优势，17年业绩有望爆发，看好公司品牌矩阵策略	11
8. 品牌矩阵策略不断夯实，看好公司长期成长性	12

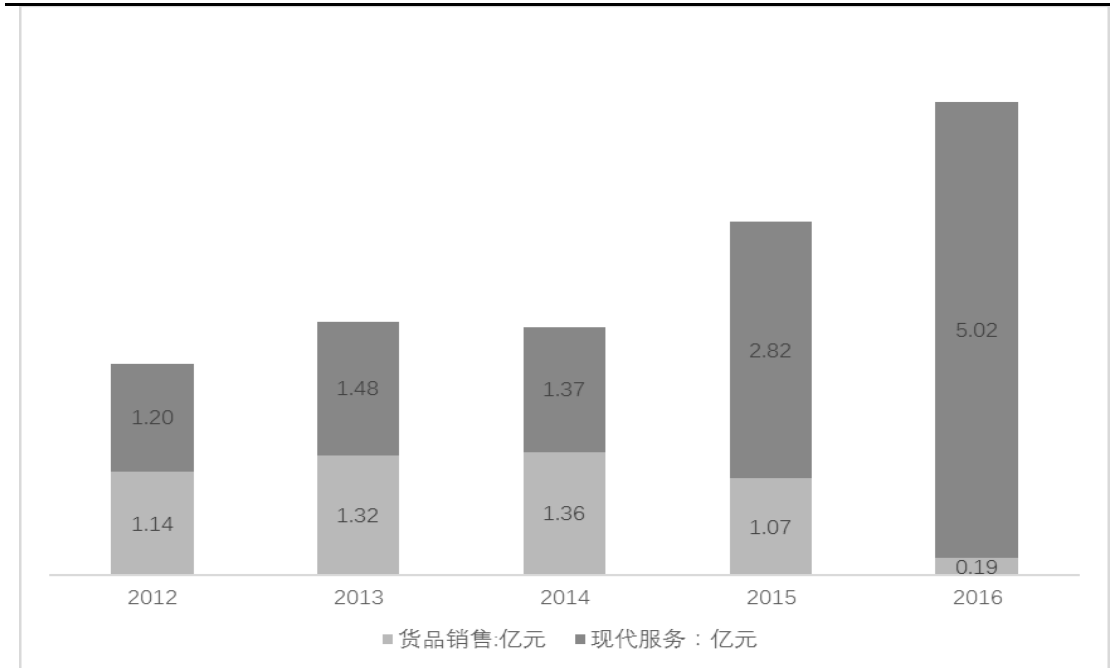
图表目录

图表 1: 南极电商收入构成.....	4
图表 2: 南极电商货品销售占比大幅下降.....	4
图表 3: 南极南极电商分业务毛利率情况.....	5
图表 4: 南极电商分业务净利率情况.....	5
图表 5: 南极电商经营性现金流情况.....	6
图表 6: 南极电商分季度收入情况.....	6
图表 7: 京东平台南极人足浴盆销量遥遥领先，评价良好.....	7
图表 8: 南极人品牌多类目发展良好.....	8
图表 9: 南极人品牌多类目 GMV 保持快速增长.....	9
图表 10: 南极电商供应商经销商情况.....	9
图表 11: 南极电商在阿里京东平台营业额占比.....	10
图表 12: 南极电商阿里巴巴平台营业额及增速.....	10
图表 13: 南极电商京东平台营业额及增速.....	11
图表 14: 2016 年卡帝乐品牌各平台 GMV 占比.....	11
图表 15: 2016 年卡帝乐品牌各类目 GMV 情况.....	12
图表 16: 南极电商品牌矩阵.....	12

1. 品牌授权业务不断拓展，占比提升改善净利润率，彻底转型现代服务业，构筑护城河

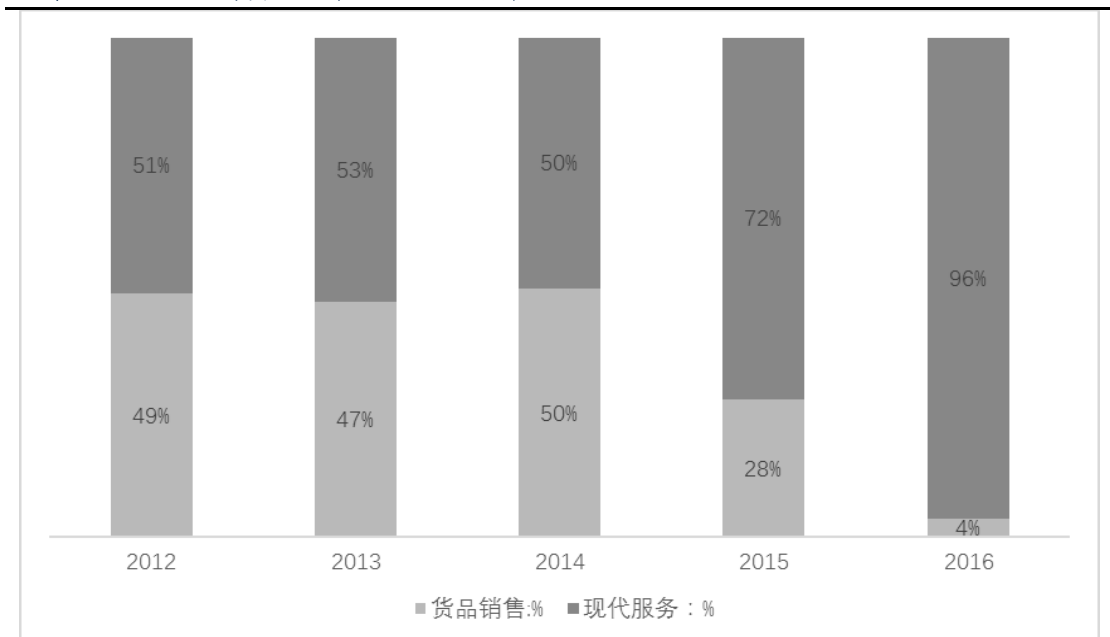
2016年货品销售业务占比仅为3.71%，远低于2015年的27.53%。品牌授权收入占比高达96.29%，意味着南极电商已经彻底转变为一家现代服务业的公司，也逐步构建了护城河，可以获取一部分的超额利润。

图表 1：南极电商收入构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：南极电商货品销售占比大幅下降

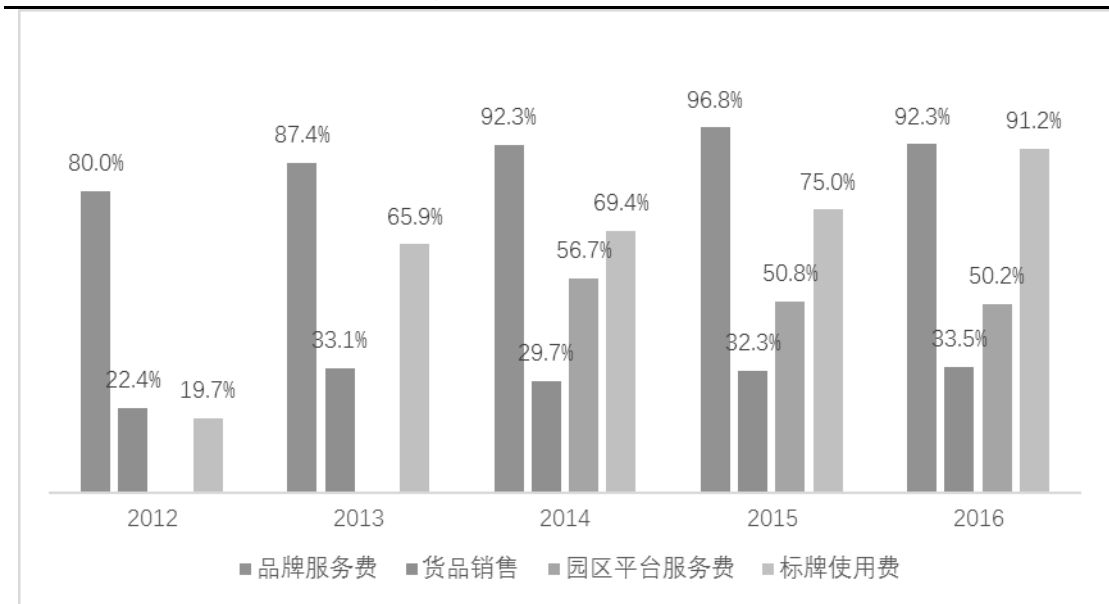


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

品牌授权业务主要收取标牌使用费和品牌服务费，是服装产业链上

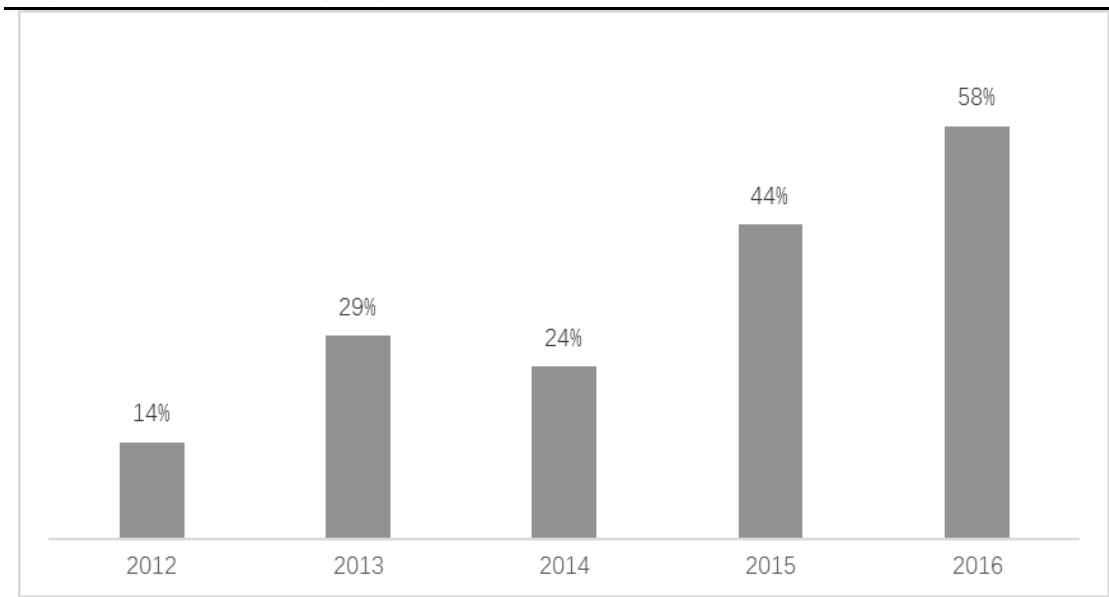
附加值较高的一个环节，毛利率 88%以上，净利润率 59%，远高于货品销售业务 10%左右的净利润率。

图表 3：南极南极电商分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：南极电商分业务净利率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

需要强调的是，品牌授权业务必须是发展到一定规模之后才有条件去做，需要整合供应商、经销商，连接消费者，提高产业链效率，南极电商在这条道路上走了 10 余年，绝不是一蹴而就，而是多年经验的积累，模仿跟随当然有，但整体体量不能跟南极电商相比。

2. 应收账款、经营性现金流持续改善

电商业务季节性较强，2016Q4 季度收入同增 42%。公司经营性现金流大幅改善，主要在于营业收入的快速上升。

图表 5：南极电商经营性现金流情况

单位：元

项目	2016 年	2015 年	同比增减
经营活动现金流入小计	629,038,367.83	264,350,672.59	137.96%
经营活动现金流出小计	171,680,694.38	227,269,736.91	-24.46%
经营活动产生的现金流量净额	457,357,673.45	37,080,935.68	1,133.40%
投资活动现金流入小计	134,297,488.78	746,957,221.61	-82.02%
投资活动现金流出小计	800,732,185.12	254,314,308.89	214.86%
投资活动产生的现金流量净额	-666,434,696.34	492,642,912.72	-235.28%
筹资活动现金流入小计	847,000.00	1,060,000.00	-20.09%
筹资活动现金流出小计		63,630.59	-100.00%
筹资活动产生的现金流量净额	847,000.00	996,369.41	-14.99%
现金及现金等价物净增加额	-208,601,451.65	530,720,217.81	-139.31%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司长期以来被市场质疑较高的应收账款，主要由于其商业模式导致。正如我们预料的那样，随着 GMV 的增加，生态体系的完善，公司对于供应商的议价能力大幅增强，从应收账款上体现的非常明显：GMV 同比增加了 90%，但是应收账款只增加了 14%。除了对体系内供应商和经销商的议价能力大幅增加，南极电商也加强了对应收的管理，计提从严。公司在四个季度分别实现营业收入 4258 万元，11644 万元，14390 万元和 21805 万元。

图表 6：南极电商分季度收入情况

2016 季度	收入	yoy	占比
Q1	4258	28.06%	8%
Q2	11644	44.09%	22%
Q3	14391	7.95%	28%
Q4	21806	53.71%	42%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

需要强调电商的旺季在第四季度，双 11、双 12 是电商促销盛大节日，加之公司主营类目保暖内衣、打底裤、家纺等在第四季度需求量较大，因此南极电商第四季度收入占比通常在 40%以上，甚至更高。在看季度财报时，又由于公司品牌授权业务收入利润的确认有一定账期，因此一定要剔除季度因素的影响，在公司营收快速增长的基础上，单一季度的收入、利润率增长可比性相对较差。2016Q3 季度收入增长仅有 8%，就有季节性因素以及收入确认的影响。

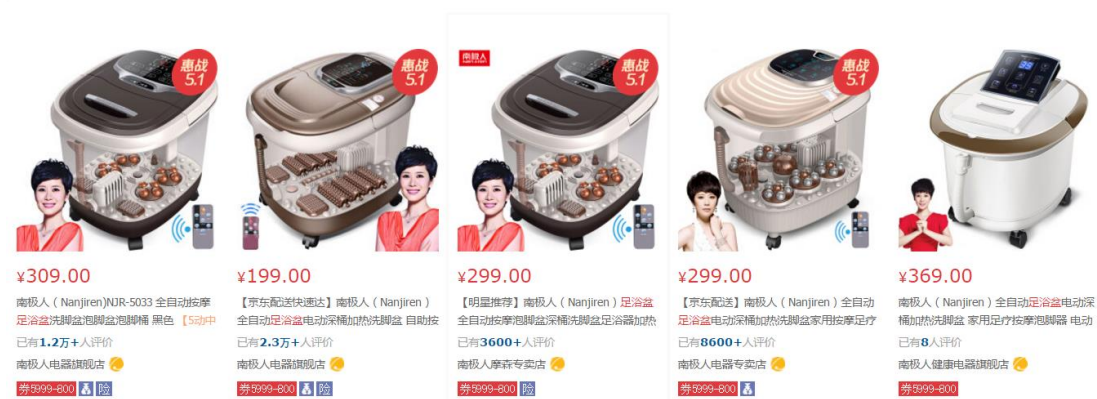
3. 利润率显著提升，加大研发投入提升品牌力形成良性循环

费用率方面，销售费用同减 30%，主要是公司逐年减少与大型商超的货品销售和公司直营店的销售；管理费用大幅增加了 31%，主要是公司加大研发投入，且业务拓展会带来管理费用的相应增加，财务费用大幅减少 976%，主要是公司货币资金较为充裕，存款利息大幅增长。

有投资者可能会担心，南极人品牌会不会越做越 low，品牌授权业务是在消耗品牌力，竭泽而渔，事实并非如此。在良好的现金流支撑下，公司有足够精力去做品牌建设与拓展。16 年南极人的在做一些生活电器，比如足浴盆，公司投入了 337 万元用于产品的开发与设计，这个成本是中小厂商难以下血本投入的，也是没有力量去大规模销售分摊研发成本的。一个足浴盆的终端售价在 200-300 元，出厂成本大致为一半，337 万元的研发投入如果均摊到 7 万件商品上的，每件需要覆盖 50 元的研发成本，仍然是过高的，需要几十万件的销量去支撑研发从而实现规模经济。

2016 年南极人品牌生活电器 GMV 约为 1 亿，除了足浴盆之外，还有按摩披肩、按摩枕、按摩椅等产品，如果按照客单价 100 元估算的话，也就是 100 万件商品，可以认为公司在品牌上绝不是杀鸡取卵，消耗品牌；更多是借鸡下蛋，甚至还花钱修修场地，让大家都有钱赚，逐步形成了良性循环。

图表 7：京东平台南极人足浴盆销量遥遥领先，评价良好



资料来源：公开资料，东吴证券研究所

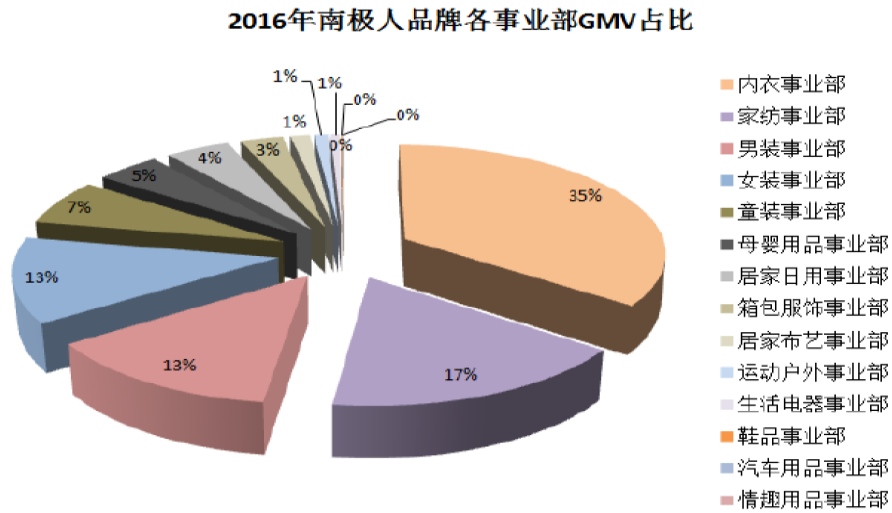
4. 南极人品牌消费者认可度较高，类目拓展良好，空间仍广阔

南极人不仅可以卖保暖内衣、家纺、鞋子、母婴、男女装、生活电器都可以卖，而且销量相当不错，得到了消费者的认可。

经过多年的投入和发展，南极电商早已从单一的保暖内衣定位发展

成为全品类的高性价比的日常消费品王国。报告期内，南极人品牌的一级类目增至 57 个，二级类目增至 320 个，相比 2015 年分别增加了 37 个、191 个。一级类目里包括：女士/男士内衣/家居服、女装、男装、女鞋、男鞋、运动服/休闲服、户外/登山/野营/旅行用品、箱包皮具、运动包/户外包/配件、床上用品、布艺制品、童装/婴儿装/亲子装、婴儿用品、玩具、日用家居、个人护理、收纳整理、家庭/个人清洁工具、生活电器、餐饮具、汽车/用品/配件/改装、家装、3C 数码等。不同的品类按照属性分别属于 17 个事业部(截止到 2016 年底,2017 年事业部数量继续攀升)，其中增幅靠前的有居家日用事业部 (525%)、箱包服饰事业部 (321%)、女装事业部(193%)、生活电器事业部(129%)、运动户外事业部(121%)、家纺事业部 (99%)、和母婴用品事业部 (91%)。

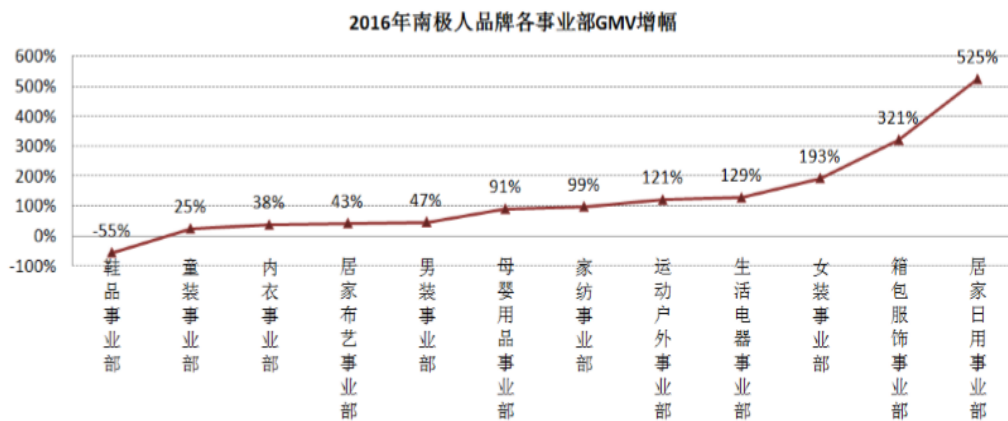
图表 8：南极人品牌多类目发展良好



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

南极人品牌实现 100%以上 GMV 增幅的事业部达 5 个，包括运动户外事业部、生活电器事业部、女装事业部、箱包服饰事业部、居家日用事业部；报告期内新增事业部实现收入的包括汽车用品事业部及情趣用品事业部。

图 9：南极人品牌多类目 GMV 保持快速增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

南极人品牌类目拓展空间仍很大，电商红利衰退下作为高效率玩家，讲不断挤压中小淘品牌、无品牌产品的空间，优胜劣汰，整合加速，可以跑出远超行业的增速。成熟品类比如保暖内衣，公司 3 年前就是全网销量第一品牌，整个保暖内衣行业几乎是没有什么增长的，可以南极人品牌的内衣类目 15 年仍然取得了 15 亿的 GMV，增速 41%，内衣类目 top10 品牌南极人一家就占到了 27%，剩余 9 家每家只有 8% 的份额；到了 2016 年，在如此高的基数上，近内衣类目就实现了 24 亿的 GMV，增速 38%。运动户外事业部、生活电器事业部、女装事业部、箱包服饰事业部、居家日用事业部这些类目都才刚刚开始，处于高速成长期，类目上形成了良好的梯队，保证了南极人品牌的常青与营收利润的高速增长。

5. 不止于扩充类目，持续优化产业链，改善供应商经销商队伍

南极人类目不断扩展，值得注意的是无论是单个供应商还是单个经销商平均 GMV 都实现了快速增长，说明南极人在不断精益化管理，优化供应商、经销商队伍；在南极人体系内的供应商、经销商都取得了远超行业水平的增长，也更加验证了南极人模式的高效性，被消费者、合作伙伴所认可。

图 10：南极电商供应商经销商情况

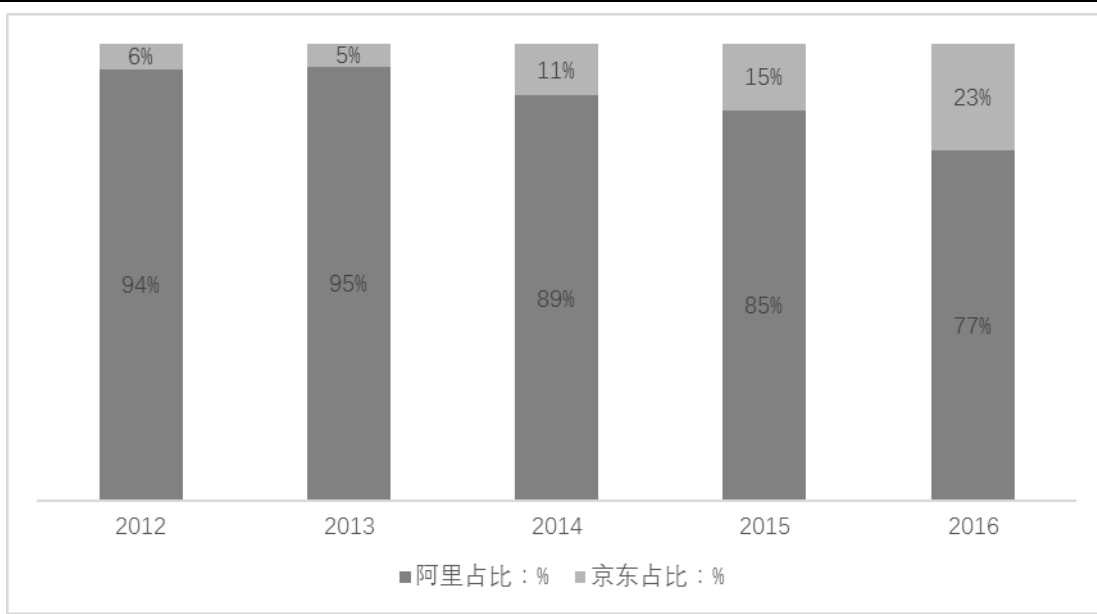
	一级类目	二级类目	授权 供应商	授权 经销商	GMV /万元	单个 供应商	单个 经销商	单个供应 商增速	单个经销 商增速
2014	17	98	319	804	198800	623	247		
2015	20	129	422	1053	377800	895	359	44%	45%
2016	57	320	562	1649	672600	1197	408	34%	14%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 对阿里平台依赖性降低，品牌力增强跨平台销售

阿里平台占比从2012年的95%降低到2016年的77%，新的品牌卡帝乐阿里占比仅为53%，对阿里平台的单一依赖性逐步降低。

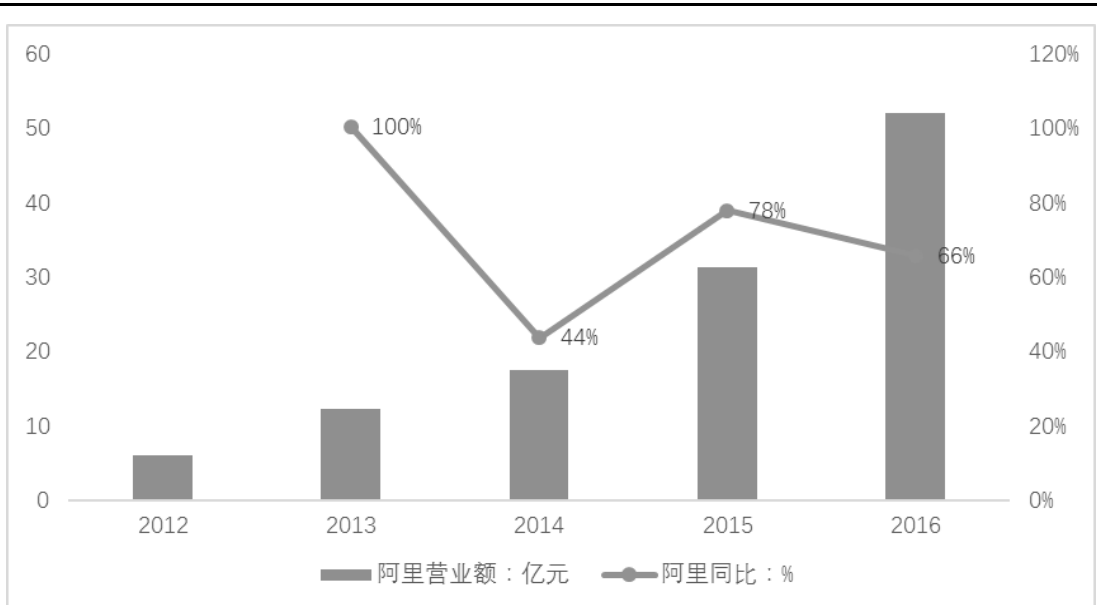
图表 11：南极电商在阿里京东平台营业额占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

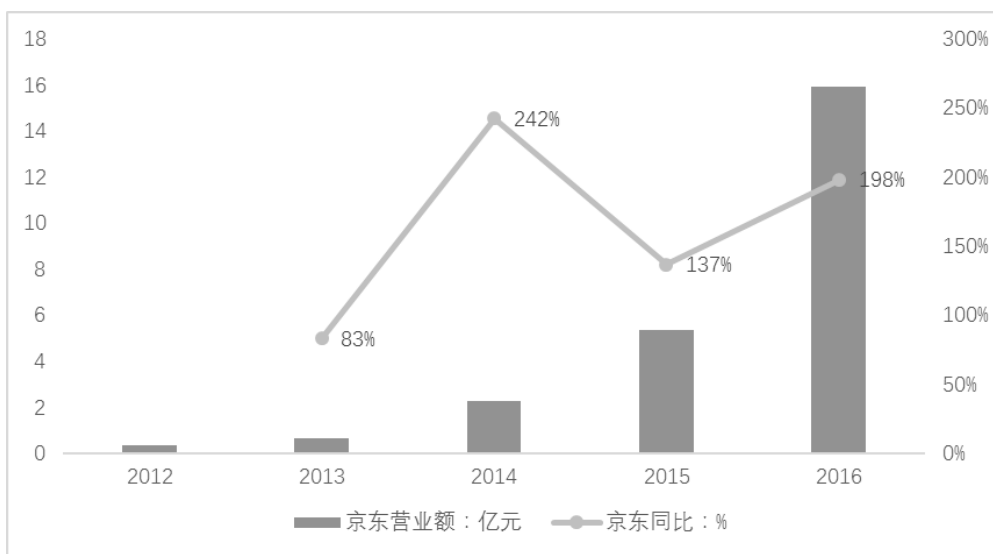
南极人在电商平台上的销量实现了较快的增长，其中在阿里平台实现 GMV 52.0 亿元，同比增长 66%，在京东平台实现 GMV 15.9 亿元，同比增长 198%。

图表 12：南极电商阿里巴巴平台营业额及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 13: 南极电商京东平台营业额及增速



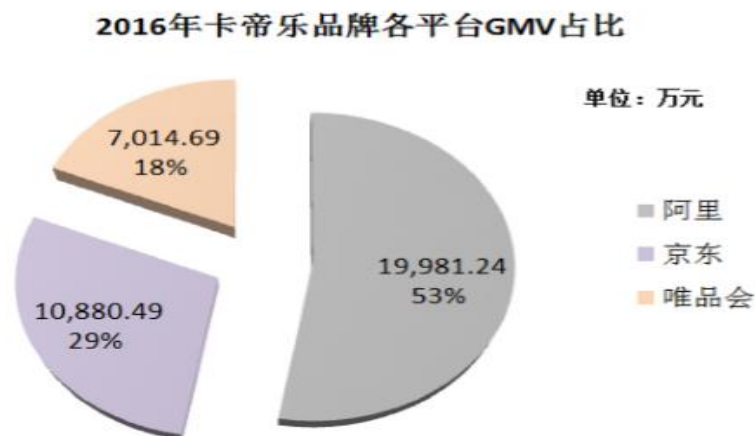
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

南极电商品牌力逐步增强，对单一平台的依赖性降低，京东、唯品会等平台的销售将提升公司的经营业绩，除此之外，公司还积极拓展移动 APP 端如拼多多、卷皮等平台的销售。

7. 卡帝乐品牌成长性良好，显示公司运营优势，17 年业绩有望爆发，看好公司品牌矩阵策略

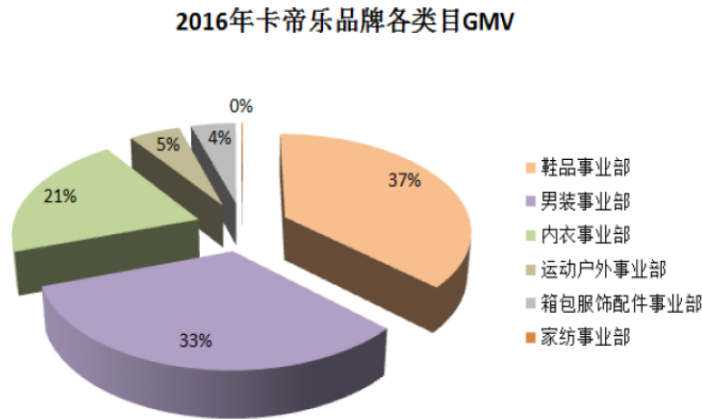
南极电商 16 年 6 月以 6 亿收购了卡帝乐 95% 股权，极为重视卡帝乐品牌的发展。卡帝乐鳄鱼品牌一级类目 10 个，二级类目 184 个。其中，一级类目包括女式/男式内衣/家居服、男装、箱包皮具、运动包/户外包/配件、运动鞋、户外/登山/野营/旅行用品、运动服/休闲服、运动/瑜伽/健身/球迷用品等。卡帝乐鳄鱼品牌授权供应商达 40 家，授权经销商达 205 家。卡帝乐鳄鱼在阿里、京东、唯品会的可统计销售金额达 3.79 亿元。

图表 14: 2016 年卡帝乐品牌各平台 GMV 占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 15: 2016 年卡帝乐品牌各类目 GMV 情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

卡帝乐品牌定位中高档产品，注重品质管控、设计研发，足迹遍及全国各大城市 and 地区，更成功地将 实体销售与线上销售完美结合，扩大市场占有率。卡帝乐品牌的成功也验证了南极电商品牌建设的能力，17 年卡帝乐品牌收入利润有望实现爆发式增长。

8. 品牌矩阵策略不断夯实，看好公司长期成长性

公司在 2016 年内成功探索了多品牌，多品类的运营思路：品牌方面，公司通过收购、合作、新设等方式不断扩大品牌矩阵，分别在 LOGO 品牌、IP 品牌以及个人品牌维度布局重要棋子。其中，LOGO 品牌包括南极人系类、卡迪乐鳄鱼、帕兰朵等；IP 品牌包括经典泰迪；个人品牌包括 PONYTIMES、PONY COLLECTION、MIYALIFE 等。看好公司品类、品牌扩张能力及长期成长性。

图表 16: 南极电商品牌矩阵

品牌类型	名称	目标人群	优势类目	品牌形象定位	对标品牌，模式	利润 17E
传统品牌	南极人	国民大众	基础款服装 家居日用品	全品类平价 国民品牌	优衣库、H&M 等 品牌授权模式，偏线上	4 亿
	卡帝乐	偏男性	男装、皮具配饰	高端大气	花花公子、PUMMA	1 亿
IP 品牌	喜恩恩的轻松 小熊等	偏青少年	童装等	欢乐、可爱	韩国 Line Friends	培育成长期 百万级别
	精典泰迪 Teddy	儿童及青少年	童装、玩具主题馆	高端英伦范	韩国依恋的 Teenie Weenie	
个人品牌	Pony	都市白领女性 时尚爱美人群	护肤美妆品 配饰轻食等	轻奢时尚 美丽	美妆网红 Michelle phan 名创优品，无印良品等模式	培育成长期
	母其弥雅	运动型	运动休闲服装、 美妆品	年轻运动 健康	lululemon, 意大利 FILA, 暴走的萝莉等	培育成长期

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

南极电商是 A 股里比较稀缺的电商标的，其扩品类和扩品牌的商业模式延展性较强。公司一方面深耕品牌授权、电商服务业务，提升服务品质，增强客户粘性；另一方面，围绕建设品牌矩阵拓展新经济，包括 IP 业务、网红业务；除此以外，公司在内容建设、工具建设和渠道建设上不断发力，增加新的盈利增长点。

附：南极电商财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1336.6	2311.6	3755.4	5534.0	营业收入	520.98	920.00	1400.0	2072.0
现金	473.63	985.63	1972.7	3112.8	营业成本	66.55	143.00	217.00	310.00
应收账款	287.85	570.98	854.02	1271.2	营业税金及附加	4.41	5.72	9.61	14.33
其它应收款	62.67	208.53	315.36	467.71	营业费用	22.03	54.28	86.10	126.39
预付账款	4.97	9.25	14.77	20.75	管理费用	45.39	101.20	182.00	269.36
存货	56.73	126.17	195.57	277.43	财务费用	-10.26	-19.33	-39.44	-69.89
其他	450.83	411.03	402.93	384.08	资产减值损失	51.27	42.29	20.97	30.91
非流动资产	710.11	514.05	455.97	409.65	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	10.00	10.00	10.00	10.00	投资净收益	1.80	2.00	2.00	2.00
固定资产	4.57	2.80	1.03	-0.54	营业利润	343.39	594.83	925.76	1392.9
无形资产	620.74	426.45	370.15	325.39	营业外收入	11.12	11.00	11.00	11.00
其他	74.80	74.80	74.80	74.80	营业外支出	0.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	2046.8	2825.6	4211.3	5943.7	利润总额	354.18	605.83	936.76	1403.9
流动负债	482.52	746.23	1335.7	1874.7	所得税	51.12	90.69	140.51	210.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	303.06	515.14	796.25	1193.3
应付账款	37.55	61.04	101.15	144.77	少数股东损益	1.92	6.06	14.05	14.04
其他	444.96	685.19	1234.5	1729.9	归属母公司净利润	301.14	509.08	782.20	1179.2
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	385.17	700.91	962.87	1397.7
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.20	0.33	0.51	0.77
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	482.52	746.23	1335.7	1874.7					
少数股东权益	29.90	35.96	50.01	64.05					
股本	417.33	417.33	417.33	417.33					
资本公积	528.34	528.34	528.34	528.34					
留存收益	588.72	1097.8	1880.0	3059.2					
归属母公司股东	1534.3	2043.4	2825.6	4004.9					
负债和股东权益	2046.8	2825.6	4211.3	5943.7					

现金流量表 (百万)					主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	457.36	388.05	973.64	1126.5	成长能力				
净利润	303.06	515.14	796.25	1193.3	营业收入	0.34	0.77	0.52	0.48
折旧摊销	2.57	85.11	57.58	45.82	营业利润	0.73	0.73	0.56	0.50
财务费用	-10.48	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利	0.75	0.69	0.54	0.51
投资损失	-1.80	-2.00	-2.00	-2.00	获利能力				
营运资金变动	117.45	-241.4	111.84	-130.5	毛利率	0.87	0.84	0.85	0.85
其它	46.56	31.29	9.97	19.91	净利率	0.27	0.58	0.55	0.56
投资活动现金流	-666.4	123.95	13.50	13.50	ROE (%)	0.20	0.25	0.28	0.29
资本支出	-1.99	121.95	11.50	11.50	ROIC (%)	0.30	0.48	0.86	1.21
长期投资	-676.7	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他	12.28	2.00	2.00	2.00	资产负债率 (%)	0.24	0.26	0.32	0.32
筹资活动现金流	0.85	0.00	0.00	0.00	净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.77	3.10	2.81	2.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.65	2.93	2.67	2.80
普通股增加	0.85	0.00	0.00	0.00	营运能力				
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.30	0.38	0.40	0.41
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.83	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-208.2	512.00	987.14	1140.0	应付账款周转率	14.24	0.00	0.00	0.00

每股指标 (元)				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益 (最新摊)	0.20	0.33	0.51	0.77
每股经营现金流	0.30	0.25	0.63	0.73
每股净资产 (最新)	1.00	1.33	1.84	2.60

估值比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
P/E	58.64	33.75	21.97	14.57
P/B	11.51	8.41	6.08	4.29
EV/EBITDA	11.21	5.24	2.79	1.11

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>